BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Summary

January 2012

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on data received up to 13 January 2012.

The outlook for the global economy has deteriorated and uncertainty has increased since October. The sovereign debt crisis in Europe has intensified, conditions in international financial markets have tightened and risk aversion has risen. The recession in Europe is now expected to be deeper and longer than the Bank had anticipated. The Bank continues to assume that European authorities will implement sufficient measures to contain the crisis, although this assumption is clearly subject to downside risks. In the United States, while the rebound in real GDP during the second half of 2011 was stronger than anticipated, the Bank expects the recovery will proceed at a more modest pace going forward, owing to ongoing household deleveraging, fiscal consolidation and the spillovers from Europe. Chinese growth is decelerating, as expected, toward a more sustainable pace. Commodity prices—with the exception of oil—are expected to be below the levels anticipated in October through 2013.

The Bank's overall outlook for the Canadian economy is little changed from October. While the economy had more momentum than anticipated in the second half of 2011, the pace of growth going forward is expected to be more modest than previously envisaged, largely due to the external environment. Prolonged uncertainty about the global economic and financial environment is likely to dampen the rate of growth of business investment, albeit to a still-solid pace. Net exports are expected to contribute little to growth, reflecting moderate foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar. In contrast, very favourable financing conditions are expected to buttress consumer spending and housing activity. Household expenditures are expected to remain high relative to GDP and the ratio of household debt to income is projected to rise further.

Highlights

- The outlook for the global economy has deteriorated and uncertainty has increased since October.
- The overall outlook for the Canadian economy is little changed from October. While there was more momentum than anticipated in the second half of 2011, the pace of growth going forward is expected to be more modest than previously envisaged.
- The Canadian economy is estimated to have grown by 2.4 per cent in 2011 and is projected to grow by 2.0 per cent in 2012 and 2.8 per cent in 2013. It is anticipated to return to full capacity by the third quarter of 2013.
- Both total and core inflation are expected to moderate in 2012 and subsequently rise, reaching 2 per cent by the third quarter of 2013.
- On 6 December 2011 and 17 January 2012, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.

The Bank estimates that the economy grew by 2.4 per cent in 2011 and projects that it will grow by 2.0 per cent in 2012 and 2.8 per cent in 2013. While the economy appears to be operating with less slack than previously assumed, given the more modest growth profile, the economy is only anticipated to return to full capacity by the third quarter of 2013, one quarter earlier than was expected in October.

The dynamics for inflation are similar to those anticipated in October, although the profile for inflation is marginally firmer. Both total and core inflation are expected to moderate in 2012 and subsequently rise, reaching 2 per cent by the third quarter of 2013 as excess supply is slowly absorbed, labour compensation grows modestly and inflation expectations remain well-anchored.

Several significant upside and downside risks are present in the inflation outlook for Canada.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth (per cent)[b]			
		2010	2011	2012	2013
United States	21	3.0 (3.0)	1.8 (1.7)	2.0 (1.7)	2.2 (3.3)
Euro area	16	1.8 (1.7)	1.5 (1.5)	-1.0 (0.2)	0.9 (1.5)
Japan	6	4.5 (4.0)	-0.8 (-0.6)	1.9 (2.0)	1.7 (2.5)
China	11	10.4 (10.4)	9.1 (9.1)	8.2 (8.2)	8.0 (8.2)
Rest of the world	46	5.8 (5.7)	4.2 (4.3)	3.1 (3.3)	3.2 (3.4)
World	**100**	**5.2 (5.1)**	**3.7 (3.8)**	**2.9 (3.1)**	**3.3 (3.7)**

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, WEO, September 2011

b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2011 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection for Canada[a]

	2010	2011				2012				2013			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.1 (3.1)	3.5 (3.6)	-0.5 (-0.4)	3.5 (2.0)	2.0 (0.8)	1.8 (1.9)	1.8 (2.5)	2.1 (3.0)	2.6 (3.0)	3.1 (3.0)	3.1 (3.0)	3.0 (3.0)	2.8 (3.0)
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.3 (3.3)	2.8 (2.9)	2.1 (2.2)	2.4 (2.1)	2.1 (1.5)	1.7 (1.1)	2.3 (1.8)	1.9 (2.1)	2.1 (2.6)	2.4 (2.9)	2.7 (3.0)	2.9 (3.0)	3.0 (2.9)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.3 (1.3)	1.6 (1.6)	1.9 (1.9)	2.2 (2.0)	2.1 (1.8)	2.0 (1.7)	1.9 (1.7)	1.7 (1.6)	1.9 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.6 (2.6)	3.4 (3.4)	3.0 (3.0)	2.8 (2.7)	2.2 (1.9)	1.5 (1.0)	1.7 (1.2)	1.7 (1.5)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 (1.9)	2.1 (2.1)	2.9 (2.9)	3.0 (3.0)	2.7 (2.6)	2.1 (1.9)	1.4 (1.0)	1.6 (1.2)	1.6 (1.5)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)
WTI[b] (level)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (90)	94 (85)	101 (87)	102 (87)	102 (87)	101 (88)	100 (88)	99 (88)	98 (88)	98 (88)

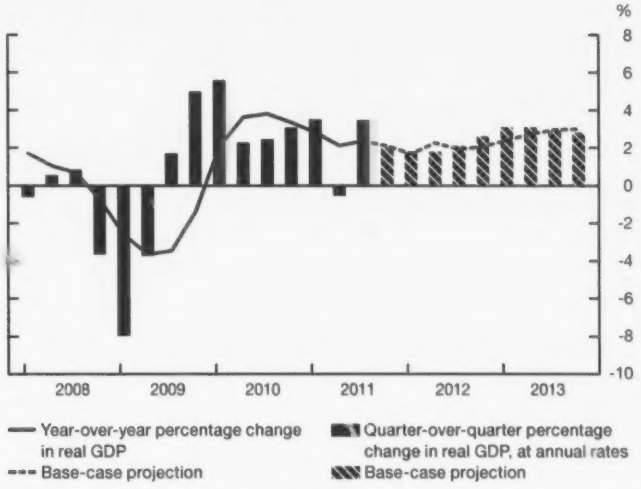
a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October 2011 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 January 2012.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger-than-expected growth in the U.S. economy and stronger momentum in Canadian household spending.

The two main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker than projected.

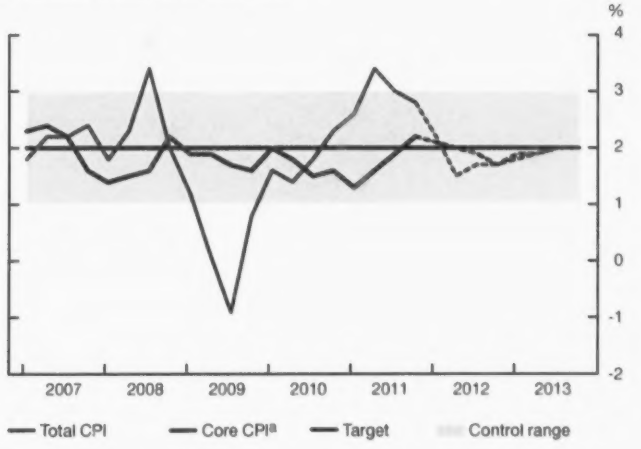
Real GDP growth is expected to pick up in the second half of 2012, resulting in a gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Total and core CPI inflation in Canada are projected to fall temporarily below 2 per cent in 2012

Year-over-year percentage change, quarterly data



Note: Dotted lines indicate projections.

a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Overall, the Bank judges that these risks are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 17 January, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. With the target interest rate near historic lows and the financial system functioning well, there is considerable monetary policy stimulus in Canada. The Bank will continue to monitor carefully economic and financial developments in the Canadian and global economies, together with the evolution of risks, and set monetary policy consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term.

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: www.bankofcanada.ca

Monetary Policy Report (January, April, July and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly)*

Business Outlook Survey (January, April, July and October)

Senior Loan Officer Survey (January, April, July and October)*

Speeches and Statements by the Governor*

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information

Annual Report*

A History of the Canadian Dollar
James Powell (available at Can$8 plus applicable taxes)

Conference Proceedings
Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers*
Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

* Available only on the Bank's website

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

Print copies of the *Report* and the *Summary* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, 234 Wellington St., Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9

Telephone: 1 800 303-1282; email: publications@bankofcanada.ca; website: www.bankofcanada.ca

ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire Sommaire

Janvier 2012

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme le point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur les données reçues au 13 janvier 2012.

Les perspectives concernant l'économie mondiale se sont détériorées et l'incertitude s'est accentuée depuis octobre. La crise de la dette souveraine en Europe s'est intensifiée, les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont resserrées et l'aversion pour le risque a augmenté. La Banque s'attend maintenant à ce que la récession en Europe soit plus profonde et dure plus longtemps qu'elle ne l'avait anticipé. La Banque suppose encore que les autorités européennes mettront en œuvre les mesures suffisantes pour contenir la crise, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse. Aux États-Unis, même si le redressement du PIB réel au deuxième semestre de 2011 a été plus prononcé qu'escompté, la Banque prévoit que la reprise se poursuivra à un rythme plus modeste, en raison de la réduction du levier d'endettement des ménages qui est en cours, de l'assainissement budgétaire et des répercussions de la situation en Europe. En Chine, le rythme d'expansion ralentit comme prévu pour se rapprocher d'un niveau plus soutenable. Les cours des produits de base — à l'exception du pétrole — devraient se situer jusqu'à la fin de 2013 à des niveaux inférieurs à ceux qui avaient été anticipés en octobre.

Dans l'ensemble, les perspectives d'évolution de l'économie canadienne établies par la Banque sont essentiellement les mêmes que celles présentées en octobre. Bien que l'économie ait fait montre au second semestre de 2011 d'un plus grand dynamisme que prévu, le taux de croissance projeté pour la période à venir est plus modeste qu'envisagé précédemment, en raison surtout de la conjoncture extérieure. L'incertitude prolongée concernant le contexte économique et financier mondial atténuera probablement le rythme de croissance des investissements des entreprises, qui devrait toutefois demeurer solide. Les exportations nettes ne devraient apporter qu'une faible contribution à la croissance, compte tenu de la demande étrangère modérée et des défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du

Faits saillants

- Les perspectives concernant l'économie mondiale se sont détériorées et l'incertitude s'est accentuée depuis octobre.
- Dans l'ensemble, les perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont essentiellement les mêmes que celles présentées en octobre. Bien que l'économie ait fait montre au second semestre de 2011 d'un plus grand dynamisme que prévu, le taux de croissance projeté pour la période à venir est plus modeste qu'envisagé précédemment.
- La Banque estime que le taux de croissance de l'économie canadienne s'est chiffré à 2,4 % en 2011 et projette qu'il s'établira à 2,0 % en 2012 et à 2,8 % en 2013. L'économie devrait tourner de nouveau à plein régime au troisième trimestre de 2013.
- On prévoit que tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence baisseront en 2012, avant de remonter et d'atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013.
- Le 6 décembre 2011 et le 17 janvier 2012, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

dollar canadien. Par contre, on s'attend à ce que les conditions financières très avantageuses soutiennent les dépenses de consommation et l'activité dans le secteur du logement. Les dépenses des ménages devraient rester élevées par rapport au PIB, et le ratio de la dette au revenu des ménages, augmenter davantage.

La Banque estime que le taux de croissance de l'économie s'est chiffré à 2,4 % en 2011 et projette qu'il s'établira à 2,0 % en 2012 et à 2,8 % en 2013. Même si le niveau de capacités inutilisées dans l'économie semble moins important qu'on ne l'avait supposé auparavant, étant donné le profil de croissance plus modeste de l'économie, celle-ci ne devrait tourner de nouveau à plein régime qu'au troisième trimestre de 2013, soit un trimestre plus tôt qu'escompté en octobre.

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2010	2011	2012	2013
États-Unis	21	3,0 (3,0)	1,8 (1,7)	2,0 (1,7)	2,2 (3,3)
Zone euro	16	1,8 (1,7)	1,5 (1,5)	-1,0 (0,2)	0,9 (1,5)
Japon	6	4,5 (4,0)	-0,8 (-0,6)	1,9 (2,0)	1,7 (2,5)
Chine	11	10,4 (10,4)	9,1 (9,1)	8,2 (8,2)	8,0 (8,2)
Autres pays	46	5,8 (5,7)	4,2 (4,3)	3,1 (3,3)	3,2 (3,4)
Ensemble du monde	**100**	**5,2 (5,1)**	**3,7 (3,8)**	**2,9 (3,1)**	**3,3 (3,7)**

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2010.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2011

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence[a]

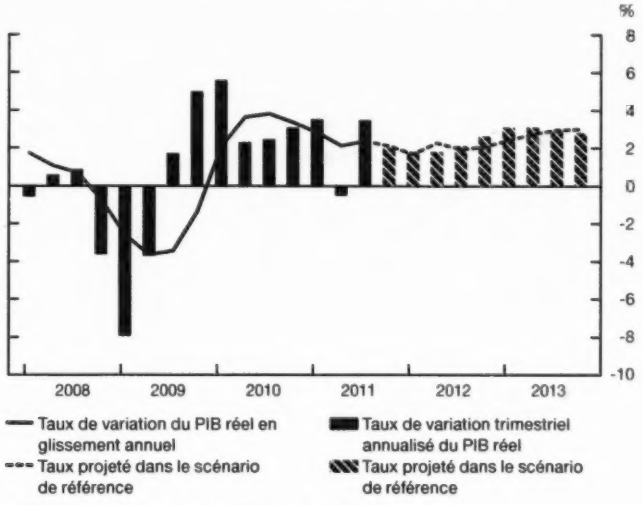
	2010	2011				2012				2013			
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	3,1 (3,1)	3,5 (3,6)	-0,5 (-0,4)	3,5 (2,0)	2,0 (0,8)	1,8 (1,9)	1,8 (2,5)	2,1 (3,0)	2,6 (3,0)	3,1 (3,0)	3,1 (3,0)	3,0 (3,0)	2,8 (3,0)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	3,3 (3,3)	2,8 (2,9)	2,1 (2,2)	2,4 (2,1)	2,1 (1,5)	1,7 (1,1)	2,3 (1,8)	1,9 (2,1)	2,1 (2,6)	2,4 (2,9)	2,7 (3,0)	2,9 (3,0)	3,0 (2,9)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)	1,6 (1,6)	1,9 (1,9)	2,2 (2,0)	2,1 (1,8)	2,0 (1,7)	1,9 (1,7)	1,7 (1,6)	1,9 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,3 (2,3)	2,6 (2,6)	3,4 (3,4)	3,0 (3,0)	2,8 (2,7)	2,2 (1,9)	1,5 (1,0)	1,7 (1,2)	1,7 (1,5)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)	2,9 (2,9)	3,0 (3,0)	2,7 (2,6)	2,1 (1,9)	1,4 (1,0)	1,6 (1,2)	1,6 (1,5)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
WTI[b] (niveau)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (90)	94 (85)	101 (87)	102 (87)	102 (87)	101 (88)	100 (88)	99 (88)	98 (88)	98 (88)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 janvier 2012.

La dynamique de l'inflation est similaire à celle prévue en octobre, même si le profil de l'inflation est un peu plus ferme. On prévoit que tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence baisseront en 2012, avant de remonter et d'atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013, l'offre excédentaire se résorbant lentement, la rémunération du travail progressant modestement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées.

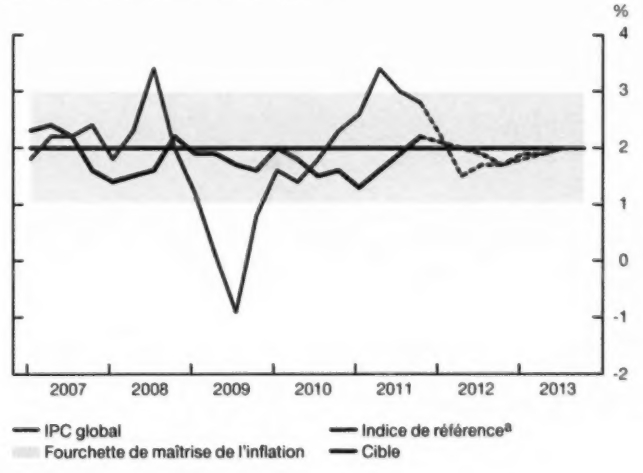
Le taux d'accroissement du PIB réel devrait remonter au deuxième semestre de 2012, ce qui devrait se traduire par une résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence au Canada devrait s'inscrire temporairement sous 2 % en 2012

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.

a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Plusieurs risques importants, à la hausse et à la baisse, pèsent sur la projection relative à l'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

Dans l'ensemble, la Banque juge que ces risques sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 17 janvier, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Comme le taux d'intérêt cible se situe près de creux historiques et que le système financier fonctionne bien, la détente monétaire en place au Canada est considérable. La Banque continuera à suivre de près la situation économique et financière au pays et à l'étranger, de même que l'évolution des risques, et à établir la politique monétaire de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Rapport sur la politique monétaire
Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier
Paraît en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada*
Paraît chaque trimestre.

Enquête sur les perspectives des entreprises
Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit*
Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur*

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*
Paraît chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*
Paraît tous les vendredis.

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information

Rapport annuel*

Le dollar canadien : une perspective historique
James Powell. Offert au prix de 8 $ CAN, taxes en sus.

Actes de colloques
On peut se procurer des copies papier des actes des colloques tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 $ CAN l'exemplaire, taxes en sus; les actes de ces colloques peuvent aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études et autres communications présentées à des colloques, séminaires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont publiées uniquement dans le site Web de l'institution.

Rapports techniques, documents de travail et documents d'analyse*
Les rapports techniques, les documents de travail et les documents d'analyse sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. Les documents d'analyse concernent des travaux de recherche terminés qui portent sur des questions techniques relatives aux grandes fonctions et au processus décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes et aux banquiers centraux.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, 234, rue Wellington, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 1 800 303-1282; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (Internet)